

**В.И. ДОНЦОВА**

**Теоретико-методологические основы формирования  
и развития рынка ценных бумаг  
в Республике Беларусь**

Существование стабильной рыночной экономики невозможно без создания реального рынка прав собственности на средства производства. Только этот рынок способен выполнять функции мобилизации мелких частных сбережений в целях осуществления производственных инвестиций и перераспределения финансовых ресурсов в наиболее эффективные секторы экономики.

Рынок ценных бумаг (далее – РЦБ) отвечает основным задачам переходной экономики и целям экономического роста, поэтому происходящие в переходный период процессы институциональных преобразований создают объективные предпосылки для его возникновения и развития. Однако практика показала, что эволюционным путем в условиях переходной экономики такой рынок возникнуть не может. Необходимы специальные меры по его формированию в области законодательства, институционального развития, налоговой, инвестиционной, валютной политики.

В ходе проведения экономических реформ в Республике Беларусь принят целый ряд нормативных актов, регулирующих выпуск и обращение ценных бумаг, а также правила поведения участников фондового рынка. На белорусском рынке появились акции приватизированных государственных предприятий и вновь возникших акционерных обществ, приватизационные чеки, векселя и государственные облигации. В то же время за более чем десять лет своего развития отечественный РЦБ так и не смог стать эффективным механизмом инвестиционного финансирования экономики. Для того, чтобы определить стратегические пути направленного стимулирования развития рынка, необходимо раскрыть теоретические основы РЦБ и дать развернутое обоснование необходимости его развития в странах с переходной экономикой, показать функции, выполняемые этим рынком, его достоинства и недостатки.

В общем виде РЦБ можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками. От рынков других товаров РЦБ отличается, прежде всего, своим объектом. Ценная бумага – это не деньги и не материальный товар. Ее особенность и ценность состоит в тех правах, которые она дает своему владельцу. Собственник товара или

денег обменивает их на ценную бумагу только в том случае, если будет уверен, что эта бумага ничуть не хуже, а даже лучше (удобнее), чем сами деньги или товар. Ценная бумага – это особая форма существования капитала наряду с его существованием в денежной, производительной и товарной формах. Суть ее состоит в том, что у владельца ценной бумаги сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые и зафиксированы в ценной бумаге. Таким образом, ценная бумага позволяет отделить право собственности на капитал от самого капитала и соответственно включить последний в рыночный процесс в таких формах, в каких это необходимо для экономики. Как форма существования капитала ценная бумага может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар, т.е. продаваться и покупаться по рыночной цене (курсу) и приносить доход.

В форме ценной бумаги могут фиксироваться любые общественно значимые права, если они имеют экономическую (денежную) оценку. Понятие ценной бумаги многогранно, поскольку сами экономические отношения, которые выражаются ею, очень сложны, к тому же они постоянно видоизменяются и развиваются, что находит свое выражение во все новых видах ценных бумаг. Если сложно дать строгое научное, а затем и юридическое определение ценной бумаги, сформулировать понятие на все случаи жизни, то эту трудность можно обойти путем перечисления признанных государством конкретных видов ценных бумаг, которые имеются в практике. Например, в Гражданском кодексе Республики Беларусь (ст. 143) определено, что «Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и (или) обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности». Согласно ст. 144 ГК РБ к ценным бумагам относятся «государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законодательством о ценных бумагах или в установленном им порядке отнесены к числу ценных бумаг».

Ценная бумага обладает рядом свойств, которые сближают ее с деньгами, ее можно обменять на деньги в различных формах (путем погашения, купли-продажи, возврата эмитенту, переуступки и т.д.). Она может использоваться в расчетах, быть предметом залога, хранения в течение ряда лет или бессрочно, передаваться по наследству, служить подарком и т. д. Ценные бумаги как финансовые инвестиции обладают, как правило, параметрами доходности и риска. Именно ожидание

получения в будущем дохода является главным побудительным мотивом для размещения капитала в ценные бумаги, поэтому инвестиции и доходность ценных бумаг положительно коррелируются. Возможность получения со временем все увеличивающегося объема доходов стимулирует инвесторов к осуществлению долгосрочных инвестиций и удерживает от того, чтобы полностью извлечь свои средства с рынка. При этом капитал накапливается в производственной сфере.

В последние десятилетия инвестор стал ключевым звеном рыночной экономики, на его потребности ориентируется весь фондовый рынок. Часть финансовых потоков может проходить мимо эмитентов, часть – обходить финансовых посредников. Но ни один инвестиционный поток не может существовать без связи с инвестором.

Инвесторы получают прибыль при помощи специального инструмента – ценных бумаг, которые независимо от названия выполняют одну и ту же функцию – распределение доходов от эксплуатации капитала. Такие доходы призваны обеспечивать будущее инвесторов гораздо надежнее, чем накопленные деньги. Последние лишь обслуживают товарный оборот, а ценные бумаги как показатели инвестиций отражают создаваемое обществом реальное национальное богатство. Поэтому распределение прибыли на основе инвестиций в ценные бумаги экономически наиболее справедливо. Инвестор, отказываясь от немедленного товарного потребления, добровольно перераспределяет свои личные доходы в пользу дальнейшего развития производства. Поэтому доходы, на которые он рассчитывает в будущем, становятся базой для утверждения социальной справедливости в обществе. Социальное обеспечение лиц пожилого возраста за счет доходов от ценных бумаг поможет также снизить соответствующую нагрузку на государственный бюджет.

Для обоснования необходимости формирования и развития РЦБ следует выделить в его структуре два сегмента – рынок акций и облигаций и проанализировать выполняемые ими функции. В существовании рынка облигаций заинтересовано в первую очередь государство. С помощью выпуска и размещения государственных облигаций оно должно решать проблему безинфляционного финансирования дефицита государственного бюджета при переходе к рынку. Краткосрочные гособлигации служат также основными инструментами денежно-кредитной политики при проведении операций на открытом рынке. Государственные обязательства в условиях макроэкономической нестабильности являются единственными привлекательными финансовыми инструментами по своей надежности и доходности, так как в их размещении участвует ограниченное число первичных инвесторов и государство способно регулировать доходность

своих бумаг относительно уровня инфляции. Рынок корпоративных облигаций формируется медленнее, так как объективно зависит от финансовой устойчивости и эмитентов, и системы в целом.

Степень доверия инвесторов государству отражается на структуре формирующегося РЦБ. При относительно нормальных политических условиях, но в целом нестабильной экономической обстановке РЦБ представлен, в основном, государственными ценными бумагами (далее – ГЦБ). Но если при прочих равных условиях политическая стабильность нарушается, то происходят структурные изменения на самом рынке государственных ценных бумаг в сторону или сокращения объемов торгов гособлигациями вообще или роста удельного веса одномесячных ценных бумаг, облигации со сроком обращения в 6 и 9 месяцев становятся слишком рисковыми. В этой ситуации нарастающие объемы торгов ГЦБ с желанием покрыть за счет последних все большую часть дефицита бюджета таит в себе опасность создания государственной финансовой пирамиды, при которой последующие выпуски государственных облигаций будут покрывать предыдущие выпуски.

В РБ имеют место две формы государственных ценных бумаг: долговые обязательства государства (облигации), а также именные приватизационные чеки, обеспеченные государственной собственностью, подлежащей безвозмездной передаче гражданам и свидетельствующие о праве их владельцев на долю в приватизируемой государственной собственности.

Государственные ценные бумаги в качестве долговых обязательств эмитируются с 1994 года Советом Министров РБ или по его поручению Министерством финансов для обращения на внутреннем финансовом рынке. Задолженность правительства по государственным ценным бумагам является частью внутреннего государственного долга. На РЦБ данный вид ценных бумаг представлен государственными краткосрочными облигациями (ГКО) со сроком обращения до 1 года, государственными долгосрочными облигациями с купонным доходом (ГДО) со сроком обращения более 1 года. В 1996-97 гг. имело место обращение долгосрочных государственных облигаций (ДГО) со сроком обращения также более 1 года. С помощью ДГО напрямую финансировались расходы республиканского бюджета. Объемы эмиссии облигаций учитываются при формировании республиканского бюджета и могут уточняться при его исполнении с учетом условий финансирования дефицита бюджета, определенных законом о бюджете на соответствующий год.

Размещение ГКО и ГДО осуществляется путем их продажи на закрытом аукционе. Участниками аукциона по продаже ГКО и ГДО могут быть банки Республики Беларусь, в том числе Национальный

банк, или филиалы банков на правах юридического лица. Национальный банк вправе приобретать выпуски ГКО и ГДО в полном объеме, объявленном Министерством финансов, или участвовать в аукционе в качестве одного из инвесторов. Выпуск облигаций считается состоявшимся, если при первичном размещении продано не менее 10 % их общего количества. Банковские учреждения, приобретающие облигации на первичном рынке, вправе приобретать их и для своих клиентов – юридических лиц, как резидентов, так и нерезидентов.

В 2003 году в Республике Беларусь было осуществлено 280 выпусков ГЦБ и общая сумма их размещения составила 911,2 млрд. руб. с учетом доразмещений. На погашение ранее эмитированных правительством ценных бумаг было направлено 468,3 млрд.руб. (51,4 % от суммы размещения). В результате финансирование республиканского бюджета за счет эмиссии и размещения государственных облигаций составило 442,9 млрд. руб. [6, с. 22-23].

Согласно условиям выпуска ГКО, ГДО, ДГО первичные инвесторы имеют право продавать облигации на вторичном рынке ценных бумаг. Обращение государственных ценных бумаг на вторичном рынке осуществляется через ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» в форме сделок купли-продажи на бирже, а также так называемых внесистемных сделок с регистрацией на бирже. К участию в торгах допускаются акционеры биржи, иные юридические лица проводят операции купли-продажи облигаций через участников биржи. В 2003 году оборот ГКО и ГДО (в денежном выражении) составил 5097,1 млрд. руб., а его доля к биржевому и внебиржевому рынку ценных бумаг – 91,4 %. Коэффициент оборота (отношение оборота на вторичном рынке к объему эмиссии) составил 5,6 [6, с. 22].

Операции с государственными ценными бумагами на открытом рынке широко используются Национальным банком для регулирования банковской деятельности. При покупке Национальным банком ценных бумаг у коммерческих банков соответствующие суммы поступают на их корреспондентские счета, увеличивая денежную массу в обращении. При избытке свободных денежных средств у банков Национальный банк продает им ценные бумаги, выводя из обращения излишки денежной массы. Эти операции Национального банка оказывают оперативное воздействие на динамику денежной массы. При этом наибольший эффект имеют сделки типа «РЕПО». Правительство Республики Беларусь гарантирует погашение облигаций по истечении срока их обращения, а также выплату купонного дохода по ГДО в период срока их обращения.

В целях расширения номенклатуры выпускаемых ценных бумаг, аккумуляирования свободных денежных средств населения,

осуществлены выпуски государственных ценных бумаг для физических лиц – облигаций государственного выигрышного валютного займа Республики Беларусь и облигаций государственного сберегательного займа Республики Беларусь, размещение которых идет довольно успешно. В 2003 году за счет этого источника в бюджет было привлечено 2,2 млрд. руб. [6, с. 22].

Количественные параметры рынка гособлигаций в Республике Беларусь характеризуются устойчивыми тенденциями роста. Сохраняется относительно стабильный удельный вес государственных ценных бумаг в объеме рублевой денежной массы (М3) – (23 – 24 %) и ВВП – (3-4 %), что свидетельствует об относительном равновесии этого рынка [11, с. 68]. Запланированное в 2004 г. финансирование дефицита республиканского бюджета только за счет выпуска государственных ценных бумаг потребует увеличения привлечения средств и приведет к росту объемов государственных ценных бумаг, находящихся в обращении.

Несмотря на рост объема выпуска ГЦБ, интерес со стороны участников финансового рынка к инвестированию свободных денежных средств в государственные ценные бумаги остается невысоким. Объем спроса на ГКО при проведении Нацбанком закрытых аукционов к запланированному объему эмиссии (коэффициент дефицитности первичного рынка) в среднем за 2002 год не превысил 9,7 %. [14, с. 5].

В целом рынку ГЦБ Республики Беларусь присущи те же специфические особенности, которые характеризуют данные рынки в странах с переходной экономикой, в том числе: диспропорции в развитии государственных и корпоративных ценных бумаг, преобладание краткосрочных фондовых инструментов над долгосрочными, накопление ценных бумаг в основном в портфелях активов банков. Отличительной особенностью является отсутствие значимого спроса на ГЦБ со стороны нерезидентов, что способствует поддержанию относительной устойчивости рынка, свободного от внешних конъюнктурных колебаний.

Рынок корпоративных ценных бумаг (акций, облигаций) развивается медленнее рынка государственных ценных бумаг, так как связан с уровнем накопления, трансформацией собственности, с подготовленностью населения к восприятию новых инструментов и институтов. В связи с этим необходимость его существования нуждается в более развернутом обосновании по сравнению с рынком гособлигаций.

Часто основной функцией рынка акций считают мобилизацию свободных денежных средств и перераспределение их в наиболее эффективные или нуждающиеся в дополнительном финансировании сферы. Но эту функцию не менее эффективно может выполнять и

банковская сфера. Многие возражения против рынка акций основаны на том, что процессы накопления сбережений и создания капитала во многих странах были успешными без активного рынка акций. Но преимущества рынка акций оцениваются не только и не столько тем, насколько они участвуют в увеличении совокупных сбережений и инвестиций. Реальный вклад рынка акций в развитие экономики – это улучшение способов мобилизации сбережений и распределения ресурсов через предоставление альтернативного набора финансовых инструментов. Предлагая этот набор, РЦБ даже при видимой или кажущейся нехватке свободных средств может перераспределять в свою пользу часть средств, вложенных в другие активы и обеспечить привлечение чистого инвестиционного капитала.

Предоставление более совершенных и ликвидных инструментов хранения свободных денежных средств, выбор инструментов с различной степенью риска и доходности позволяет создавать желаемый фондовый портфель потенциальным инвесторам, а это способствует росту уровня сбережений.

Рынок акций способствует также осуществлению приватизации. Акционирование считается достаточно безболезненным способом перехода доли государства в руки частного капитала, которое может не только увеличить доходы государства при возмездной передаче государственной собственности, но и сократить издержки по ее содержанию. По состоянию на 1.01.04 года в Республике Беларусь насчитывалось 1411 ОАО, созданных в процессе приватизации госсобственности, что составило 82,4 % от общего их количества. Всего ОАО выпущено акций на сумму 6 732,211 млрд. руб. по номинальной стоимости, из них 5 088,782 млрд. руб. по приватизированным предприятиям. За 2003 год зарегистрированы выпуски 247 ОАО на сумму 3666,809 млрд. руб., из них 78 ОАО осуществили дополнительный выпуск акций на сумму 999,7 млрд. руб. Однако, большинство дополнительных эмиссий акций было осуществлено за счет переоценки активов и иных источников самих обществ. Поэтому привлечения денежных средств при дополнительных эмиссиях в большинстве случаев не происходило.

Мировая практика показывает, что на определенном этапе своего развития любое успешное предприятие должно быть акционировано, закрытое акционерное общество – преобразовано в открытое. Поверхностный анализ корпоративных тенденций в современной Беларуси наталкивает на мысль, что отечественная действительность зачастую опровергает это правило. Из-за опасения потерять свой контроль, ряд лиц, в руках которых находятся рычаги управления

предприятиями, всеми средствами стремятся «закрыть уставный капитал».

Пока на предприятии есть внутренние ресурсы, которые можно перераспределить в пользу наиболее эффективных направлений деятельности, такой подход частично себя оправдывает. Однако прекращение притока нового капитала постепенно ведет к деградации производства и снижению его конкурентоспособности. Поэтому рано или поздно все больше отечественных предприятий будет вынуждено обращаться к базовым корпоративным принципам. Не успевшие сделать этого во время проиграют в конкурентной борьбе и будут вынуждены уйти с рынка. В длительной исторической перспективе, акционирование растущих компаний и постоянное усиление влияния внешних владельцев акций и облигаций – общемировая тенденция, не знающая исключений.

Увеличивающиеся потребности в капитале заставляют эмитентов конкурировать за средства взыскательных в своем выборе инвесторов. Очевидно, что финансирование получит та компания, которая пройдет систему листинга на бирже, получит рейтинговую оценку своих акций и предоставит доказательства высокой будущей отдачи привлекаемых средств. В результате обеспечивается эффективное распределение инвестиций.

В современной Беларуси механизмы рынка, основанные на здоровой конкуренции, еще не укоренились, а инвестиционные потребности хотя и велики, но не уравновешены возможностью получения инвесторами высоких доходов. Анализ отчетов о финансово-хозяйственной деятельности 1293 ОАО (77,4 % от общего количества) за 1-е полугодие 2003 года, представленных в Государственный Комитет по ценным бумагам Республики Беларусь показал, что только 260 предприятий (20,2 %) осуществляли выплату дивидендов. При этом процент чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов, составил в среднем 4,6 %. Средняя рентабельность составила 7,4 %. Данные о размерах выплаченных дивидендов представлены в таблице 1 [14, с. 5].

Таблица 1.

Размер дивиденда за 1 акцию	Количество ОАО
Свыше 10 тыс. руб.	4
5-10 тыс. руб.	2
1-5 тыс. руб.	16
500-1 тыс. руб.	24
100-500 руб.	56
менее 100 руб.	158



Более 60 % ОАО осуществляли выплату дивидендов в размере менее 100 руб. на 1 акцию. Такая низкая доходность акций слабо стимулирует превращение частных сбережений в инвестиции.

Дивиденды и платежи по долговым ценным бумагам так же, как и налоги, представляют собой средство перераспределения общественной прибыли, или национального дохода. Существующие механизмы перераспределения национального дохода взаимосвязаны: увеличение одного компонента позволяет сократить другой. Очевидно, что снижение налогового бремени должно компенсироваться увеличением доли перераспределения национального дохода с помощью более либерального механизма – рынка ценных бумаг, что возможно лишь при принципиальном изменении государственной политики в данном вопросе. Как известно, по мере роста экономики, перераспределение начинает играть все более значительную роль. Поэтому игнорирование передового мирового опыта в этой области автоматически ведет к дальнейшему отставанию Беларуси в межстрановой конкуренции.

РЦБ согласует интересы и потребности инвесторов и эмитентов через механизм биржевого и внебиржевого оборота. В то время, как правительство и корпорации заинтересованы в получении долгосрочных средств, инвесторы ждут от инвестиционных инструментов прежде всего ликвидности. Вторичный рынок обеспечивает реализацию интересов обеих сторон, стирая грань между долгосрочными целями эмитентов и краткосрочными целями инвесторов. На современных фондовых биржах обращаются «плавающие» акции, которые не принадлежат конкретному акционеру и постоянно обращаются на рынке, поддерживая ликвидность. Это расширяет число потенциальных инвесторов и заемщиков и стабилизирует торговлю.

Белорусский рынок акций недостаточно ликвиден. За 2003 год с акциями на вторичном рынке было совершено 8 926 сделок (в том числе 4 460 – на биржевом, 4 150 – на внебиржевом) на общую сумму 25,1 млрд. руб. Коэффициент оборота по акциям ОАО составил 0,004 (0,4 %), в то время как по ГЦБ – 5,6 (560 %). Столь низкий оборот акций в стоимостном выражении на фондовом рынке Беларуси объясняется тем, что:

1. По состоянию на 1.01.04 г. (по данным РУП «РЦДЦБ») в собственности государства находилось свыше 82 % от общего количества выпущенных в Республике Беларусь акций ОАО. В этой ситуации рынок акций не выполняет функции перераспределения ресурсов. В связи с этим необходимо ускорить процесс реализации акций ОАО, принадлежащих государству.

2. Ставка налога на доходы, полученные от операций с корпоративными ценными бумагами составляет сегодня 40 %, то есть несопоставима с действующей ставкой налога на прибыль (24 %). ГЦБ вообще освобождены от налогообложения.

3. Действует запрет на отчуждение в период безвозмездной приватизации акций, приобретенных гражданами Республики Беларусь у государства за денежные средства на льготных условиях (по цене на 20 % ниже номинала) и в обмен на чеки «Имущество», установленный Декретом Президента Республики Беларусь от 20.03.98 г. № 3.

Рынок акций способствует также финансовой устойчивости корпораций. Там, где фирмы в качестве средств увеличения фондов используют акции и облигации, платежеспособность всей системы более устойчива и имеет тенденцию к росту. По акциям платежные требования зависят только от результатов работы корпораций. Отсутствие жизнеспособного рынка акций увеличивает отношение долга к долевым обязательствам корпораций, которое ослабляет финансовую структуру и угрожает платежеспособности кредиторов из банковской системы. Высокий коэффициент отношения долга к акционерному капиталу может и не проявить себя при благоприятной конъюнктуре, но при ее ухудшении может создать напряжение в финансах компании. Чтобы, по возможности, избежать этого, выработаны критерии устойчивости в виде средних показателей отношений долга к акционерному капиталу, суммированному с нераспределенной прибылью. Эти коэффициенты колеблются в зависимости от отраслевой принадлежности компаний в пределах 0,5-1,8, причем, для промышленных компаний – 0,5, для коммунального хозяйства – 1,5 [11, с. 90].

Рынок корпоративных ценных бумаг способствует привлечению дополнительных финансовых средств на международных рынках. Иностранные банки стимулируют компании, имеющие стабильное положение на внутреннем рынке, создавать иностранные депозитарии своих ценных бумаг, обмениваемых на международные обязательства, (чаще американские депозитарные расписки), с помощью которых акции могут быть проданы на международных рынках. Благодаря этим обязательствам, акции не покидают страну и появляются дополнительные средства за счет иностранных институциональных инвесторов.

Наравне с рынком облигаций рынок акций способствует и решению проблемы внешнего долга. Поэтапное уменьшение долга страны может происходить через процесс секьюритизации долга, что предполагает обмен банковских займов на новые или существующие акции в государственных или частных фирмах. Это ведет к сокращению

издержек по обслуживанию долга, расширяет базу инвесторов и емкость внутреннего РЦБ.

Каждая из функций рынка акций или облигаций косвенным образом влияет на факторы экономического роста. Рынок акций способствует техническому прогрессу, так как традиционно наиболее рискованные проекты и инновационные идеи финансируются с помощью этого рынка. Акционирование предполагает достаточно гибкую систему управления и распределения риска на основе принципа ограниченной ответственности, механизма корпоративного управления, способствует заинтересованности всех участников в прибыльности корпорации, тем более, если часть акционеров компании – работники предприятия. Все вышеперечисленные элементы (эффективное распределение, объем реальных инвестиций, организация и управление производством) влияют на производительность труда, которая является одним из основных факторов экономического роста. Таким образом, через систему взаимосвязанных факторов и элементов РЦБ способен влиять на экономический рост.

Накопление средств граждан, инвестированных в реальную экономику, способствует взаимному стимулирующему росту как экономики, так и мощных состояний. Система накопления и аккумуляции капиталов отдельных инвесторов обслуживается множеством профессиональных финансовых посредников, образующих инфраструктуру фондового рынка. Как и всякая система обеспечения, в ходе своего развития она наталкивается на известный кибернетический парадокс, согласно которому относительно автономная обслуживающая система склонна сосредотачиваться на собственных интересах, пренебрегая главным предназначением. Используя положение «генератора денег», фондовый рынок может генерировать фиктивный капитал «из воздуха». Обычный оборот капитала в экономике представляет собой так называемое «колесо Адама Смита», в котором деньги последовательно проходят все стадии кругооборота. На саморегулируемом фондовом рынке постоянно возникают внутренние, укороченные денежные обороты, происходящие главным образом между посредниками и не достигающие эмитентов. Если государство не может обеспечить защиту инвестиционного потока от спекулятивного использования, то возникает фиктивное денежное накопление, необеспеченное производственными инвестициями, нарушающее торговый баланс и стимулирующее инфляцию.

Еще в 1-ой половине 20 века Дж.М. Кейнс отмечал: «...По мере того, как совершенствуется организация рынка инвестиций, опасность преобладания спекуляции возрастает... Спекулянты не приносят вреда, если они остаются пузырями на поверхности ровного потока

предпринимательства. Однако, положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции. Когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов.» (Кейнс Дж.М. «Общая теория занятости, процента и денег» // Избранные произведения. – М.: Экономика, 1993. С. 347).

Преобладание спекулятивных потоков на фондовом рынке ведет к появлению возможности использовать его в целях распределения продуктов труда независимо от личного вклада путем искусственного манипулирования внутренними финансовыми потоками, смешивания фиктивного и реального капиталов. В конечном счете это влечет за собой генерацию необеспеченных денег, нарушение торгового баланса и ускорение инфляции. Пока фондовый рынок в Беларуси небольшой и практически не связан с реальной экономикой, подобный феномен мало заметен. Но развивающаяся рыночная экономика требует расширения фондового рынка, увеличения его мощи. В этих условиях полагаться исключительно на самоорганизацию рынка ценных бумаг совершенно недопустимо. Только путем усиления общественного государственного контроля над целевой направленностью инвестиционных потоков можно защитить их от спекулятивного использования, которое приводит к инфляции оборотных средств товаропроизводителей.

Для поддержания непрерывного функционирования системы государственного регулирования фондового рынка требуются определенные бюджетные затраты. В странах с переходной экономикой чаще всего государство берет на себя затраты по созданию инфраструктуры рынка, запуска биржевого механизма и построения системы контроля и регулирования. По некоторым оценкам затраты могут достигать 55-80 % от ВВП [11, с. 85].

Для общественности более очевидны затраты на содержание контролирующих государственных органов. Однако, в конечном счете существование внутреннего рынка со строгой системой отчетности и контроля обеспечивает снижение распыления ресурсов в экономической системе, что позволяет повысить эффективность национального хозяйства. Чем выше уровень развития национальной экономики, тем, с одной стороны, больше затраты на регулирование, а с другой – значительно больше получаемый от регулирования совокупный экономический эффект.

Стратегия государственного регулирования РЦБ в Беларуси на современном этапе должна состоять в том, чтобы обеспечивать условия для существенного увеличения потоков средств, поступающих через фондовый рынок в экономику от инвесторов (домохозяйств). Однако,

фондовый рынок является системой с сильной обратной связью. Если в сторону инвесторов не пойдут стабильные доходы от инвестиций, они никогда не направят свои средства в экономику. Таким образом, стратегическую цель регулирования можно уточнить: создание условий, при которых соотношение средств, поступающих от инвесторов, и доходов от инвестиций, выплачиваемых инвесторам, оптимально для устойчивого развития рынка.

Эффективность выбранной стратегии целесообразно оценивать по критерию совокупного дохода акционера в процентах от произведенных им инвестиций, усредненного по рынку. Такой подход в наибольшей степени соответствует тому, что называют оценкой на основе здравого смысла. Вероятные изменения этого показателя следует прогнозировать в процессе анализа реакции рынка на те или иные регулирующие воздействия государства.

Отдельного внимания заслуживает вопрос о соотношении суммы доходов от получения дивидендов и от продажи акций в совокупном доходе акционера. Основная часть получаемого инвесторами дохода не должна зависеть от курсовой стоимости ценных бумаг. Только в таком случае возникает устойчивая мотивация для долгосрочных инвестиций.

Проанализировав равнопредпочтительные для инвесторов соотношения пары – получаемые дивиденды и доходы от продажи акций, можно построить соответствующие кривые безразличия на поле массовых предпочтений. В соответствии с эмпирическими закономерностями, выявленными на основе многочисленных статистических данных, они не линейны и имеют выпуклую форму. Иначе говоря, инвесторы готовы мириться с меньшим совокупным доходом, если его большая доля образуется за счет дивидендов. Это согласуется с теоретическим положением: чем менее стабилен рынок, тем в большей степени ожидаемая курсовая прибыль способна склонить инвесторов к принятию решения об инвестировании. Следовательно, рассмотренные выше совокупные доходы будут тем сильнее стимулировать инвесторов на приобретение новых ценных бумаг, чем большую долю в их структуре станут занимать дивиденды. Именно здесь скрыта система рычагов, способная реорганизовать отечественный рынок в нужном направлении. Современный белорусский фондовый рынок пока не может обеспечить проведение политики постепенного повышения совокупного дохода акционеров, опираясь лишь на собственные силы, так как в «цепочке» его обратной связи слишком слаб соответствующий отклик. При выплате дивидендов в краткосрочной перспективе эмитенты вынуждены нести дополнительные расходы, снижающие их способность к самофинансированию. Поэтому в настоящее время государство с

помощью своих экономических рычагов (налогообложения, целевых дотаций, программ развития и т.п.) должно оказывать рынку поддержку, создавая тем самым благоприятные условия для его дальнейшего самостоятельного развития.

Стратегическую цель развития фондового рынка в Беларуси следует определить как формирование такого рынка, который может служить эффективным механизмом привлечения и перераспределения капитала в отечественной экономике, стимулировать внутреннюю инвестиционную активность и укреплять позиции страны на мировом рынке капитала. В тактическом плане от «интравертного» рынка, фактически существующего в виде инородного тела в экономике и замкнутого на самого себя, необходимо перейти к «экстравертному» рынку, обслуживающему потребности реального производства. С одной стороны, рынок должен быть максимально открытым для массового инвестора, с другой – востребован как средство привлечения капитала эмитентами. Причем приоритет необходимо отдать интересам внутренних частных инвесторов, именно их запросам должны соответствовать все рыночные механизмы.

### *Литература*

1. *Агарков М.М.* Учение о ценных бумагах. М., 1993.
2. *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг: введение в фондовые операции. – М.: Финансы и статистика, 1991.
3. Гражданский кодекс Республики Беларусь: с коммент. к разделам (коммент. В.Ф. Чигира. 2-е изд. – Мн.: Амалфея, 1999.
4. *А. Джумов.* Формирование инвестиционной среды и осуществление финансовых инвестиций в Республике Беларусь и Российской Федерации. // Белорусский фондовый рынок. 2002. № 12. С. 21-27.
5. *Колтынюк Б.А.* Рынок ценных бумаг: Учебник. 2-е изд. – СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2001.
6. Комитет по ценным бумагам Республики Беларусь информирует // Белорусский фондовый рынок. 2004. № 2.
7. *Лялин В.А., Воробьев П.В.* Ценные бумаги и фондовая биржа. – М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 1998.
8. *Мертенс А.В.* Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. Киев, 1997.
9. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995.
10. Рынок ценных бумаг: Учебник. Под ред. В.А.Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 1996.
11. Рынок ценных бумаг Республики Беларусь и тенденции его развития. Алексеева Т.М., Галлов А.Ф., Енин Ю.И. и др. / Под ред. В.М. Шухно, А.Ю. Семенова, В.А. Котовой. – Мн.: Издательско-методический центр РИВШ БГУ, 2001.
12. *Рубцов Б.Б.* Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА – М., 1996.

13. Ю. Сизов. Стратегический подход к регулированию рынка ценных бумаг // Вопросы экономики. 2001. № 11. С. 51-68.
14. Сообщения ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» об итогах биржевого РЦБ. // Белорусский фондовый рынок. 2003. № 10. С. 2-5.
15. Хмыз О.В. Международный рынок капиталов. – М.: ПРИОР, 2002.
16. Финансируя будущее. Обзор фондовых рынков России, стран Восточной Европы и Новых Независимых Государств // БДГ. 1996. 15 янв. Special Report.

**А.П. ЕЗАПЕНКО**

### **Межотраслевой баланс как инструмент оценки роли новых технологий в структурной перестройке экономики Республики Беларусь**

На протяжении более чем десятилетнего периода государства Восточной Европы проводят широкомасштабные реформы. Во всех странах СНГ монетаризм как теория оказался несостоятельным. По мнению архитекторов «эксклюзивного» монетаризма достаточно внедрить в экономику стандартный рецепт приготовления (макроэкономическая стабилизация, либерализация, приватизация) и структура экономики сама подстроится под рыночно ориентированный тип. Однако этого не произошло.

Кризис, охвативший экономику нашей страны, носит структурный характер. Об этом свидетельствуют существенные диспропорции в структуре производства и потребления, высокая доля импортного сырья и материалов, не высокий внутренний спрос на товары отечественного производства, недостаточное развитие экспортного потенциала страны.

Особенность белорусской экономики в составе СССР заключалась в том, что перестройка отраслевой структуры постоянно тормозилась в середине циклов на фазе распространения технологических открытий традиционных отраслей вследствие дефицита всех без исключения ресурсов и стремлением к получению максимального отраслевого эффекта. Новые технологии появлялись, но не распространялись на другие отрасли. В результате циклы отраслевой структуры зарождались, но не завершались. Вместо последовательной смены происходило наложение технологических укладов.

Анализ эмпирических данных, проведенный В. Поповым в своей статье, показал, что «80 % вариаций в динамике ВВП объясняют диспропорции в экономике, внешней торговле, уровень военных расходов и инфляция» [7, с. 62]. Эмпирически было доказано, что чем сильнее институты (эффективность институтов измеряется долей